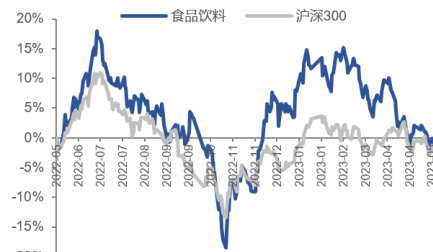


食品饮料行业周报（6.26-7.2）

低位孕育大机会，中报分化抓重点

强于大市(维持评级)

一年内行业相对大盘走势



投资要点:

➤ **白酒板块:** 当前白酒板块PE(TTM)为28.45, 安全垫和性价比较高, 具备相对明显的关注价值。从基本面来讲, 高端白酒、区域龙头动销恢复优于次高端, 中报前期建议以业绩稳健作为首要投资条件, 主推高端白酒茅五泸。顺鑫农业地产业务此前拖累公司报表端表现, 剥离后有助于公司聚焦主业, 降低业绩不确定性; 白酒业务方面, 在今年人均可支配收入持续恢复的阶段, 大众酒消费升级趋势较次高端与高端酒更为显著。重点关注: 五粮液、泸州老窖、顺鑫农业。

➤ **啤酒板块:** 我们认为, 尽管近期雨季天气对啤酒消费需求有所压制, 但是7月后高温下的旺季销量增长逻辑仍将持续演绎, 同时未来待高端啤酒销量占比更高的餐饮和夜场渠道复苏后, 行业高端化升级有望加速。**重点关注: 乐惠国际。**

➤ **乳制品:** 2023年作为消费复苏年, 乳企经营改善趋势明确, 另外原奶价格2022年已开始温和下降, 预计2023年将延续下降趋势, 区域乳企采购牧场中的中小牧场居多, 原奶价格下降周期中, 中小牧场价格下降幅度往往大于市场平均下降幅度, 同时, 区域乳企市场集中, 费用投入讲究费效, 很少出现费用率大幅增加的情况。故判断, 在原奶下行周期中, 区域乳企的利润弹性更大。**重点关注: 天润乳业。**

➤ **餐饮供应链:** 从中长期看, 伴随下游连锁化率与集中度持续提升, 供应链规模化、工业化趋势持续演绎, 其中能力强、管理精、渠道广、品类好的企业展现出强劲的增长动力, 并有望实现强者恒强。**重点关注: 千味央厨、宝立食品。**

➤ **食品添加剂:** 根据路透社 6.29 报道, 阿斯巴甜或于下个月被 WHO 宣布为可能致癌物。阿斯巴甜是全球最常见的人造甜味剂之一, 根据尚普咨询集团数据, 2022年全球代糖产品市场规模为189.6亿美元, 其中阿斯巴甜占据24.8%的市场份额。我们认为此次WHO欲将阿斯巴甜列为可能致癌物是为了在确定阿斯巴甜是否会直接引发身体疾病前, 引导消费者减少摄入阿斯巴甜, 从而保护自身健康安全。另外, 近年来随着人工代糖的安全性不断被讨论, 天然代糖的占比快速提升, 根据英敏特数据, 2010-2020全球天然代糖的市场占比由8.16%提升至29.41%。**重点关注: 莱茵生物。**

➤ **风险提示:** 疫情影响消费复苏、宏观经济波动影响消费水平、食品安全风险、政策风险、经销商资金链问题抛售产品损害品牌、原材料成本大幅波动。

团队成员

分析师: 刘畅
 执业证书编号: S0210523050001
 邮箱: lc30103@hfzq.com.cn

分析师: 张东雪
 执业证书编号: S0210523060001
 邮箱: zdx30145@hfzq.com.cn

分析师: 童杰
 执业证书编号: S0210523050002
 邮箱: tj30105@hfzq.com.cn

相关报告

《摒弃噪音, 追寻确定》-2023.5.26

正文目录

1. 本周食品饮料周观点（6.26-7.2）	3
1.1 白酒	3
1.2 啤酒	4
1.3 软饮料	4
1.4 乳制品	5
1.5 休闲食品	5
1.6 餐饮产业链	6
2. 风险提示	8

1. 本周食品饮料周观点（6.26-7.2）

1.1 白酒

近三月白酒 SW 指数下降 14.00%。本月微升 0.98%，本周白酒指数下降 3.77%，仍在持续低位震荡中。当前白酒板块 PE(TTM)为 28.45，安全垫和性价比较高，具备相对明显的关注价值。

近一月个股涨幅前五名分别是迎驾贡酒（15.42%）、顺鑫农业（6.75%）、贵州茅台（4.95%）、五粮液（2.48%）及泸州老窖（0.98%）。高端酒茅、五、泸表现较好，随着行业 beta 削弱，综合能力更强、更稳定，需求端更有韧性的高端酒在当前市场不确定的环境中更加凸显价值。

端午假期后渠道库存及批价有所承压，目前来看白酒基本面整体较为稳定，暂未进入持续去渠道库存阶段，也没有进入酒企盈利周期下行阶段，故预计板块整体表现将以区间震荡为主。从基本面来讲，高端白酒、区域龙头动销恢复优于次高端，中报前期建议以业绩稳健作为首要投资条件，主推高端白酒茅五泸，其中五粮液估值性价比高，具备安全边际，建议重点关注。

我们从 5 月开始建议关注光瓶酒龙头顺鑫农业，本周持续建议重点关注。本周顺鑫农业发布公告，拟以 30.98 亿元的价格公开转让全资子公司顺鑫佳宇房地产有限公司 100%的股权。地产业务此前拖累公司报表端表现，剥离后有助于公司聚焦主业，降低业绩不确定性。此外，根据公告，23 年 1-5 月顺鑫佳宇分别实现营业收入/归母净利润 12.0/3.4 亿元，其中归母净利润由 22 年的-8.4 亿元增至 1-5 月的 3.4 亿元，扭亏为正对公司盈利端影响较大，有望带动公司 Q2 盈利提升。

顺鑫农业的白酒业务方面，在今年人均可支配收入持续恢复的阶段，大众酒消费升级趋势较次高端与高端酒更为显著。22 年牛栏山产品升级，推出大单品金标陈酿，定位 30-40 元价格带。金标 22 年已顺利完成 200 万箱目标，今年目标 500 万箱，计划 2025 年底力争完成年销售 1500 万箱的目标任务。根据微酒，2023 年牛栏山将金标陈酿的目标终端覆盖率定为 80%以上。随着金标持续铺货放量，产品结构优化，叠加主销的北京疫后消费持续复苏，今年公司全年业绩增长可期。

此外，本周我们参加了泸州老窖及酒鬼酒的股东大会。泸州老窖：今年 Q2 公司渠道库存有一定增长，但从 4、5 月份的销售数据来看，公司整体发展良性，公司亦直言不会为业绩目标去压货，渠道库存也没有隐藏，国窖 1573 和泸州老窖每个月的扫码开瓶率均在持续提升。公司认为，疫情三年导致公司“英雄无用武之地”，今年“进攻的时候已经到了”。酒鬼酒：4-6 月以来，公司宴席推广、开瓶扫码、动销增长效果显著，明显超过去年。大单品打造方面，红坛事业部自成立以来，在省内婚宴市场实现爆发增长，红坛 18 价格实现了 30-40 元的提升，未来红坛的成功经验也将赋能其他产品线的增长。在全国化方面，不同于过往更为粗狂的快速招商模式，今天

的酒鬼酒要选择有合作基础、品牌基础的区域市场，重点深耕湖南、河南、山东、河北、广东等地，着重强化对终端的把控和消费者培育，保障长期良性发展。

重点关注：高端酒，贵州茅台、五粮液、泸州老窖、大众酒顺鑫农业、以及苏酒洋河股份、今世缘。

1.2 啤酒

本周，啤酒板块涨跌幅为-1.15%，对比食品饮料板块（-3.61%），超额收益为+2.46%，其中青岛啤酒/华润啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/乐惠国际跌幅分别为+0.92%/+3.1%/-1.42%/-4.25%/-3.4%/-2.43%。啤酒板块近期有所回调，我们认为主要是22年6月基数相对较高、且梅雨天气反复，对啤酒销售有所压制。当前，餐饮恢复进度略低于预期，而餐饮、夜场渠道对高端啤酒销量的拉动至关重要，考虑到中小餐饮的复苏进程较快，但大型餐饮的开店筹划期较长，预计短期内高端消费场景对啤酒销量的拉动效果仍将相对平稳，待下半年高端消费场景陆续复苏后，各大厂商业绩预计将得到有力提振。我们认为，尽管近期雨季天气对啤酒消费需求有所压制，但是7月后高温下的旺季销量增长逻辑仍将持续演绎，同时未来待高端啤酒销量占比更高的餐饮和夜场渠道复苏后，行业高端化升级有望加速。就全年各家吨酒价涨幅来看，我们认为应降低预期，主要系2021-2022年成本推动厂商直接提价贡献吨酒价涨幅，2023年预计各家提价幅度较前两年低。

重点关注：1) 乐惠国际（鲜啤30KM已进驻山姆、罗森等连锁商超，且在与盒马商谈自有品牌入驻事宜，基础持续夯实，旺季有望高增）；2) 青岛啤酒（基地市场体量大、结构升级起点低、主品牌势能强劲，高端化升级逻辑最通常）；3) 燕京啤酒（改革增效逻辑持续兑现，U8大单品高增全国化势能持续发酵）；4) 重庆啤酒（中高档餐饮复苏有望拉动公司业绩增长，组织架构进一步细化内部推力十足）；保持关注：惠泉啤酒、华润啤酒。

1.3 软饮料

本周，百润股份/东鹏饮料/李子园/香飘飘/承德露露/养元饮品/农夫山泉这几大主要软饮料上市企业的涨跌幅为-1.73%/0.52%/-0.71%/+0.64%/+0.8%/-0.28%/+2.37%，对比食品饮料板块的超额收益分别为+1.88%/+4.13%/+2.9%/+4.25%/+4.41%/+3.33%/+5.98%。我们仍旧维持此前观点，认为饮料板块中的个别公司有一定的超额收益机会，主要来自单个企业展现复苏形态，以李子园为例，22年李子园在疫情影响下，基本面严重受挫，营收和扣非归母净利润分别为-4.5%/-22.95%，但23Q1公司业绩表现超预期，营收和扣非归母净利润分

别同比+1.11%/+68.36%，预计在公司对内渠道提质、产能调整，对外产品提价、高端新品推出的多项工作下，市场对公司的经营信心将重塑，目前李子园省外新渠道铺设告一段落，后续需密切关注单店销售收入的增长，我们认为华与华的品牌焕新能力已得到验证，需密切关注其对李子园品牌的营销动作，预计将成为短期催化。总体来看，我们认为在饮料板块的复苏趋势下，除了百润、东鹏、农夫等目前已相对明牌的企业外，仍不乏有其他未被挖掘的个股阿尔法机会，需要重点关注该板块的上市公司动态，另外，除了软饮料板块外，其他食品饮料细分板块的公司绝大部分基本面均现明显复苏迹象，我们认为应期待各大企业 23 年业绩表现。

重点关注：1) 东鹏饮料（旺季催化、新品推广顺利，第二增长曲线渐显）；2) 百润股份（大单品势能持续发酵，预调酒赛道景气度重回上升趋势）；关注：李子园、香飘飘、承德露露、养元饮品。

1.4 乳制品

本周，伊利股份/蒙牛乳业/光明乳业/天润乳业/新乳业涨跌幅分别为-1.67%/-1.83%/-0.57%/-4.25%/-7.89%，对比食品饮料板块的超额收益分别为1.95%/1.78%/3.04%/-0.64%/-4.28%。我们仍然维持此前观点，2023 年作为消费复苏年，乳企经营改善趋势明确，另外原奶价格 2022 年已开始温和下降，预计 2023 年将延续下降趋势，区域乳企采购牧场中的中小牧场居多，原奶价格下降周期中，中小牧场价格下降幅度往往大于市场平均下降幅度，同时，区域乳企市场集中，费用投入讲究费效，很少出现费用率大幅增加的情况。故判断，在原奶下行周期中，区域乳企的利润弹性更大。

天润乳业在原奶下行周期中开启新一轮的出疆，此轮出疆主要依靠专卖店渠道，避开 KA、便利店等白奶竞争激烈的主流渠道，产品上以奶啤、桶酸、主打新疆奶源的常温白奶等为主，差异化特色明显，我们认为公司疆外铺货期还没有结束。同时，预计今年下半年山东工厂将投产，首先会带来量增，其次长期看预计将有效降低公司运输费用率，在原奶价格下行背景下，公司有望实现较好成长，建议重点关注。

重点关注：1) 具备利润弹性的区域乳企天润乳业，建议关注其疆外扩张进展；2) 利润导向明显的全国乳企巨头伊利股份，建议关注产品结构优化带来的毛利率改善情况以及费用率投放情况。

1.5 休闲食品

本周，劲仔食品/洽洽食品/甘源食品/卫龙/万辰生物这几个主要的休闲零食上市企业的涨跌幅分别为-1.41%/0.65%/0.85%/0.39%/0.57%，对比食品饮料板块的超额

收益分别为 2.2%/4.27%/4.47%/4%/4.18%。量贩零食店在下沉市场销售表现优异，客群定位清晰，未来零食店 SKU 扩张范围较大，可称为食品类贩卖平台，建议重点关注该业务模式。

万辰生物作为量贩零食店稀缺标的，在转型不到 1 年时间内，已形成“陆小馋”和“来优品”等品牌矩阵，公司积累了丰富的行业经验，选品、物流仓储等全链路供应链体系完善，在量贩零食店渠道红利加速释放背景下，公司积极拓店，有望形成以华东为大本营，并逐步延伸全国的门店布局，从而抓住市场机遇快速成长，建议重点关注。

劲仔食品作为休闲鱼类零食龙头，依靠“大包装战略”升级以及渠道扩张快速成长，当前大包装产品持续放量，未来散称包装作为公司下一个重点，有望抓住量贩零食店这一新渠道红利，迅速放量；洽洽食品困境反转，瓜子品类依靠国际化、渠道精耕以及品类扩张驱动成长，坚果品类产品和渠道双轮驱动成长，产品端打造坚果礼盒矩阵以及风味坚果新品，渠道端高端零食会员店与渠道下沉并重，叠加利润端原料成本下行，公司有望释放盈利能力。甘源食品作为调味坚果细分龙头，产品力突出，当前公司通过组织变革不断补齐渠道短板，年内电商渠道和零食店渠道表现亮眼，流通渠道持续发力，公司正处于加速成长期。

重点关注：量贩零食店稀缺标的万辰生物。

1.6 餐饮产业链

餐饮供应链：本周速冻龙头安井调整较多（近 7%），从基本面看，预计主要系 Q2 淡季叠加餐饮复苏进度较慢，公司主被动销放缓、冻品先生表现一般；但公司持续投冰柜、推锁鲜&虾滑、做终端，包括积极开发团餐烧烤场景、BC 社区店渠道，H2 旺季值得期待。此外，6 月 27 日，海欣食品拟定增募资 5.2 亿扩建 2.5 万吨速冻菜肴等产能，以支撑公司规模扩张与持续发展。从中长期看，伴随下游连锁化率与集中度持续提升，供应链规模化、工业化趋势持续演绎，其中能力强、管理精、渠道广、品类好的企业展现出强劲的增长动力，并有望实现强者恒强。建议持续重点关注受益于下游需求复苏与行业集中度提升主线逻辑的餐饮供应链龙头企业：安井食品、千味央厨、宝立食品、巴比食品。

烘焙茶饮链：需求逐步复苏，成本端压制因素缓解，烘焙产业链有望逐步释放弹性。随着疫后消费修复，烘焙和茶饮行业景气度提升，需求逐步恢复；另外由于 22 年棕榈油原材料上升的影响，成本端承压，23 年以来随着棕榈油价格走低，成本压制因素缓解；再叠加疫情加快了产业链的出清和奶油等烘焙原料的国产替代，未来行业龙头有望受益。重点推荐：立高食品（冷冻烘焙龙头：积极产能布局迭代新品，改

革成效有望逐步兑现)；重点关注：海融科技（国产奶油龙头之一）、南侨食品（烘焙油脂龙头）、佳禾食品（粉末油脂龙头）。

卤味连锁：鸭副原材料成本进入下行通道，卤味迎来夏季旺季。2022 年由于疫情影响，鸭苗供应紧缺，导致卤制品公司的鸭副产品采购成本快速上升，23 年随着鸭苗投苗量逐渐修复和毛鸭出栏，鸭副产品价格自 23 年一季度末开始回落，卤制品公司毛利率有望回升。另外，夏季是卤制品消费旺季，预计接下来卤制品上市公司的单店销售额会进一步提升，重点关注：绝味食品（休闲卤味龙头）、紫燕食品（佐餐卤味）。

食品添加剂：人工甜味剂阿斯巴甜陷入致癌物风波，天然甜味剂产品有望受益。根据路透社 6.29 报道，阿斯巴甜或于下个月被 WHO 宣布为可能致癌物。阿斯巴甜是全球最常见的人造甜味剂之一，根据尚普咨询集团数据，2022 年全球代糖产品市场规模为 189.6 亿美元，其中阿斯巴甜占据 24.8% 的市场份额，市场规模约为 47 亿美元。我们认为此次 WHO 欲将阿斯巴甜列为可能致癌物是为了在确定阿斯巴甜是否会直接引发身体疾病前，引导消费者减少摄入阿斯巴甜。从而保护自身健康安全。另外，近年来随着人工代糖的安全性不断被讨论，天然代糖的占比快速提升，根据英敏特数据，2010-2020 全球天然代糖的市场占比由 8.16% 提升至 29.41%。

常见的天然代糖包括赤藓糖醇、甜菊糖苷、罗汉果苷等。因此我们建议重点关注：莱茵生物（甜菊糖、罗汉果糖）；关注：金禾实业（三氯蔗糖、安赛蜜、阿洛酮糖）、晨光生物（甜菊糖）、保龄宝（赤藓糖醇、阿洛酮糖）、三元生物（赤藓糖醇、阿洛酮糖）等。

餐饮：据国家统计局数据显示，5 月份餐饮收入为 4070 亿元，增长 35.1%；今年 1-5 月餐饮收入为 19958 亿元，增长 22.6%。我们此前关于行业集中度提升的逻辑也得到持续验证。23 年 1-5 月累计餐饮收入自 19 年以来 CAGR 为 3.3%，限额以上餐饮企业收入同比 19 年+37.4%，CAGR 为 8.3%。

疫情期间客户的常规就餐场景被严重影响，部分餐饮企业进行数字化转型，切入外卖赛道。2017-2022 年，外卖行业的市场规模稳步攀升，2022 年外卖行业的市场规模预计达 9417.4 亿元。随信息技术的发展及年轻消费群体的增加，未来外卖市场规模将进一步提高，数字化将不断拓展用户就餐情景。经过 3 年疫情考验，伴随着行业集中度提升，叠加暑假期间为往年餐饮业旺季，餐饮连锁类头部企业有望通过自身优势，进一步释放业绩。建议关注稳步高质量拓店，重新进入扩张周期的海底捞、呷哺呷哺、九毛九。

2.风险提示

疫情影响消费复苏、宏观经济波动影响消费水平、食品安全风险、政策风险、经销商资金链问题抛售产品损害品牌、原材料成本大幅波动。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn